

INSIDER OWNERSHIP, FREE CASH FLOW DAN DIVIDEND POLICY PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR DI BEJ

Yuniningsih*

* Staf Pengajar FE Jurusan Manajemen UPN "Veteran" Jatim

ABSTRACT

Dividend policy is related to a matter of earning allocation, namely how much of the earning are distributed as dividends and how much of the earning are distributed as retained earnings. Earning matters sometimes result in different desires between management and shareholders, thusly the differences will result in conflicts between both of them and the conflicts will lead to agency cost. The research aimed at analyzing effects of *insider ownership* and *free cash flows* on dividend policy partial.

The applied data were secondary ones obtained from Jakarta Stock Exchange. Analysis technique applied analysis of multiple linear regression.

Research results indicated that *insider ownership* had no effects on dividend policy, where as *free cash flow* have effects on dividend policy.

Keyword : *dividend policy, insider ownership, free cash flow.*

PENDAHULUAN

Investor kebanyakan lebih menyukai pembagian dividen karena dinilai lebih kecil risikonya. Semakin besar jumlah dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham maka akan semakin banyak jumlah investor yang ingin menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Namun sebaliknya manajemen perusahaan memiliki kepentingan lain. Manajer cenderung mengambil keputusan untuk menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh dengan tujuan agar perusahaan mengalami pertumbuhan yang lebih tinggi.

Perbedaan keinginan dapat menyebabkan timbulnya konflik antara manajer dengan pemegang saham, biaya yang timbul akibat konflik ini disebut *agency cost*. Dalam sudut pandang pemilik, upaya untuk meminimalisasi biaya ini salah satunya adalah melalui *dividend policy*. Menurut Keown et al (2000), dengan pembayaran dividen secara tidak langsung menghasilkan proses monitoring yang lebih dekat terhadap investasi yang dilakukan pihak manajemen, karena dengan pembagian dividen investor beranggapan bahwa investasi yang dilakukan pihak manajemen menguntungkan bagi perusahaan.

Insider ownership adalah pemilik sekaligus pengelola perusahaan atau semua pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat dalam pengambilan kebijaksanaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dalam perusahaan.

Kepemilikan oleh orang dalam (*insider*) dapat menurunkan masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer. Hal ini terjadi karena tindakan yang dilakukan manajer juga mencerminkan kepentingan pemegang saham, sehingga manajer akan bertindak untuk memaksimumkan nilai perusahaan sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Jensen & Meckling (1976) dalam Susilawati menyatakan bahwa bila jumlah saham yang dimiliki *insider* meningkat, maka mereka akan bertindak lebih hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang mereka lakukan. Hal ini akan menurunkan masalah keagenan. Jika masalah keagenan sudah turun sebagai akibat dari peningkatan jumlah saham yang dimiliki *insider* maka dividen tidak perlu dibayar pada rasio yang tinggi.

Mollah et al. (2000:3) dalam Handoko, mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow* dalam jumlah memadai akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini dimaksudkan agar *free cash flow* yang

ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan dengan demikian ketersediaan uang dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham.

Pemegang saham akan meminta pembayaran dividen yang lebih besar ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang tinggi. Jika perusahaan mempunyai *free cash flow* sebaiknya membagikan dividen kepada pemegang saham. Hal ini bertujuan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk investasi yang tidak menguntungkan dan ditujukan untuk kemakmuran pemegang saham. Sehingga *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan akan berhubungan positif dengan dividen yang dibayarkan perusahaan.

Jika perusahaan menjalankan kebijakan untuk membagikan dividen secara tunai, maka akan meningkatkan harga saham. Ada beberapa perusahaan yang membagikan dividen yang cenderung mengalami penurunan (fluktuatif) dari tahun 2004 sampai dengan 2006. Perusahaan SB: 30,72%; 30,91%; 21,71%; perusahaan LL: 24,69%; 20,05%; 20,40%; perusahaan DPN: 29,18%; 47,51%; 0%; perusahaan KI: 27,24%; 0%; 0% ; perusahaan TR: 19,32%; 30,36%; 20,38%.

Dividend policy suatu perusahaan melibatkan dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan yaitu kepentingan para pemegang saham dengan dividendnya dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya, selain itu juga kepentingan *bondholder* yang dapat mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibayarkan. Dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan perusahaan masing-masing, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius dari manajemen perusahaan.

Berdasarkan latar belakang masalah sebagaimana diuraikan dapat diambil perumusan masalah dan tujuan penelitian seperti di bawah ini:

Perumusan Masalah

- Apakah faktor *insider ownership* mempunyai pengaruh terhadap *dividend policy*?
- Apakah faktor *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap *dividend policy*?

Tujuan Penelitian:

- Untuk menganalisis pengaruh *insider ownership* terhadap *dividend policy* pada perusahaan manufaktur di BEJ.
- Untuk menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di BEJ.

Kajian Pustaka

Dividend Policy

Dividend policy berhubungan dengan keputusan membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. Laba ditahan (*retained earnings*) merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Jika suatu perusahaan menjalankan kebijakan untuk membagi dividen tunai maka semakin sedikit dana yang digunakan perusahaan untuk melakukan investasi. Hal tersebut mengakibatkan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang menjadi rendah, dan berdampak pada harga saham. Untuk menekan dampak tersebut maka kebijakan yang diambil oleh perusahaan sebaiknya adalah kebijakan yang optimal. *Dividend policy* yang optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen pada saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham. Menurut Weston dan Brigham (1986: 500) ada tiga macam yang biasa dilakukan perusahaan meliputi *dividend policy* stabil, *dividend policy* fluktuatif, dan pembayaran reguler rendah disertai pembayaran ekstra.

Dalam membuat keputusan membayar dividen atau menahannya, perusahaan harus mempertimbangkan banyak faktor yang mempengaruhi. Hal tersebut seperti

diungkapkan oleh Weston dan Brigham (1998: 493) yang meliputi: ketentuan hukum, posisi likuiditas, kebutuhan untuk melunasi hutang, batasan-batasan dalam kontrak hutang, tingkat ekspansi aktiva, tingkat pengembalian investasi baru, stabilitas pendapatan, kemudahan mencapai pasar modal, pengendalian, posisi perpajakan pemegang saham dan pajak atas akumulasi pendapatan tak wajar.

Insider Ownership

Insider ownership merupakan pemilik sekaligus pengelola perusahaan atau semua pihak yang mempunyai kesempatan terlibat dalam pengambilan kebijaksanaan dan mempunyai akses langsung pada informasi perusahaan. Kepemilikan oleh orang dalam (*insider*) dapat menurunkan masalah keagenan antara pemilik perusahaan dengan manajer perusahaan. Manajer dituntut untuk dapat memaksimumkan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan atau pemegang saham.

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan sebagai arus kas lebih yang digunakan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai sekarang neto saat didiskontokan pada biaya modal yang relevan (Keown, 1998: 558). Perusahaan yang mempunyai *free cash flow* kadang mempunyai keinginan untuk dibagikan dividen, dengan tujuan tidak digunakan untuk investasi yang tidak menguntungkan. Dari penjelasan ini dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* yang ada digunakan untuk kemakmuran pemilik perusahaan atau pemegang saham.

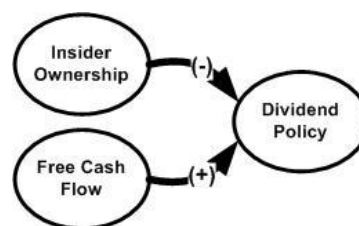
Pengaruh Insider Ownership terhadap Dividend Policy

Menurut Jensen dan Meckling dalam Susilowati (2000) menyatakan, bahwa semakin tinggi prosentase *insider ownership*, maka besarnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham semakin rendah, dan sebaliknya. Jika prosentase *insider ownership* semakin tinggi maka biaya keagenan akan menurun karena kepentingan manajer lebih dekat dengan kepentingan pemegang saham dan mengakibatkan pembayaran dividen menjadi lebih rendah.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Policy

Menurut Jensen dalam Handoko dan Jesica (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai *free cash flow* akan lebih baik dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Hal tersebut ditujukan untuk menghindari investasi yang tidak menguntungkan dibandingkan untuk investasi yang tidak menguntungkan atau hanya untuk konsumsi pribadi.

Berdasar penjelasan di atas maka dapat disusun kerangka konseptual sebagai seperti pada gambar 1:



Gambar 1: Model Konseptual

Hipotesis

- Diduga ada pengaruh negatif *insider ownership* terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
- Diduga ada pengaruh positif *free cash flow* terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

METODE PENELITIAN

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

a. **Variabel terikat** : *dividend policy*.

Dividend policy yang dimaksud adalah besarnya laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, yang diukur dengan menggunakan *Dividen Payout Ratio* yang dinyatakan dalam satuan prosentase. Rumus yang digunakan sebagai berikut (Keown, 1996: 557):

$$\text{Dividen Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen perlembar saham}}{\text{Laba bersih perlembar saham}} \times 100\%$$

b. **Variabel bebas**:

- *Insider ownership* adalah pemilik sekaligus pengelola perusahaan. Rumus yang digunakan sebagai berikut (Keown dalam Wahyuni & Minaya, 2002):

$$\text{Insider Ownership} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki komisaris dan direktur}}{\text{Total saham}} \times 100\%$$

- *Free cash flow* adalah arus kas lebih yang dibutuhkan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai sekarang. *Free cash flow* diwakili oleh rasio *free cash flow* dibagi dengan total aktiva. Rumus yang digunakan sebagai berikut (Keown: 1996: 558):

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak} - \text{dividen} + \text{beban penyusutan}}{\text{Total aktiva}} \times 100\%$$

Teknik Penentuan Sampel

a. **Populasi**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta

b. **Sampel**

Sampel perusahaan yang diambil dalam penelitian ini sebanyak 10 perusahaan dengan menggunakan teknik purposive sampling. Populasi yang dijadikan sampel adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai yang dikehendaki peneliti. Kriteria tersebut adalah:

- Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2004 sampai dengan 2006.
- Laporan keuangan yang digunakan adalah yang dibuat per tanggal 31 Desember selama tiga tahun berturut-turut yaitu tahun 2004 sampai dengan 2006.
- Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang sebagian atau seluruh sahamnya dimiliki oleh *insider*.
- Perusahaan tersebut membagikan dividen dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2006.

Teknik Pengumpulan Data

a. **Jenis Data**

Seluruh data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dalam bentuk laporan keuangan dari perusahaan manufaktur yang go public di Bursa Efek Jakarta.

b. **Sumber data**

Seluruh data yang dipakai dalam penelitian ini berasal dari perpustakaan PT. Bursa Efek Jakarta.

c. Pengumpulan Data

Dilakukan dengan cara dokumentasi yaitu dengan melihat catatan dokumentasi yang ada, juga mengambil data dari buku-buku literature yang berkaitan dengan hasil penelitian ini.

Teknik Analisis dan Uji Hipotesis :

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda sebagai berikut :

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + e_i$$

Di mana :

Y = *dividend policy*

X_1 = *insider ownership*

X_2 = *free cash flow*

β_0 = konstanta

β_1, β_2 = koefisien regresi X_1, X_2

e_i = variabel Pengganggu

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan teknik analisis yang digunakan yaitu analisis regresi dengan program SPSS 11.0 for window dapat diketahui hasilnya dalam tabel di bawah ini:

Tabel 1: Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Koefisien regresi	T. Hitung	Sig
Insider Ownership (X1)	-0,297	-0,045	0,971
Free Cash flow (X2)	-2,654	-2,694	0,010
Konstanta	-21,231		
R ²	0,450		
R	0,671		
F hitung	5,252	Sig	0,003

Berdasar tabel di atas:

- Hipotesis pertama yang menyatakan ada pengaruh negatif *insider ownership* terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta, tidak diterima meski arahnya sama negatifnya karena tingkat signifikansi 0,971 lebih besar dari level of significant 5%.
- Hipotesis kedua yang menyatakan ada pengaruh positif *free cash flow* terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta, tidak diterima meski tingkat signifikansinya 0,010 lebih kecil dari *level of significant 5%* tetapi arahnya negatif dan tidak sesuai dengan arah dari hipotesis.

Pembahasan

Hasil penelitian dari hipotesis pertama tidak sesuai hipotesis yang diajukan yaitu Variabel *insider ownership* diduga mempunyai pengaruh negative terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut tidak sesuai dengan teori Jensen dan Mackling (1976) dalam jurnal Susilawati yang menyatakan bahwa semakin tinggi prosentase *insider ownership*, maka besarnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham semakin rendah. Jika prosentase *insider ownership* semakin tinggi maka biaya keagenan akan menurun karena kepentingan manajer lebih dekat dengan kepentingan pemegang saham, sehingga tindakan yang dilakukan manajer sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yang mengakibatkan perusahaan hanya akan membayar dividen yang lebih rendah kepada pemegang saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran *insider ownership* dalam perusahaan tidak mempunyai pengaruh signifikan

terhadap *dividend policy* dengan alasan jumlah sample pada perusahaan manufaktur sangat sedikit sekali yang memiliki *insider ownership* dan prosentase kepemilikan yang sangat kecil sekali dari *insider ownership*.

Temuan kedua tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan yaitu *free cash flow* diduga mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend policy*. Hasil Penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh negative dan berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Jensen (1986) dalam Handoko bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek yang tidak menguntungkan dengan demikian ketersediaan uang dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham.

KESIMPULAN DAN SARAN

- a. *Insider ownership* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.
- b. *Free cash flow* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

DAFTAR PUSTAKA

- Horne, Van James C., 1998, *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*, Terjemahan, Edisi ke 6, Jilid 2, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Handoko dan Jesica, 2003, Pengaruh agency cost terhadap dividend policy perusahaan-perusahaan go publik di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi*. 2 (3): 180-190.
- Keown, Arthur J. et al. 1996. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Terjemahan, Buku 1, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Magsudi, Achmad dan Muliani, Rini, 2004. Pengaruh agency cost terhadap dividend policy perusahaan-perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. 8 (1): 7-11.
- Sudjana, 1989. *Metode Statistika*, Edisi ke 5, Penerbit Tarsito, Bandung.
- Sumodiningrat, Gunawan, 2004, *Ekonometrika Pengantar*, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Susilawati, Erna C., 2000. Dampak faktor-faktor keagenan dan faktor-faktor yang mempengaruhi biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen, *Jurnal Siasat Bisnis*. 2 (5): 111-126.
- Weston, Fred J., Brigham, 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Terjemahan, Penerbit Erlangga, Jakarta